



Deuda pública
Mercado de TES

fixed
income

Julio 30 de 2025

Ver para creer

Autores:

Camila Martínez K.

P.S. – Mercados Financieros

camila.martinez@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

Banco Agrario de Colombia
Edificio Dirección General
Bogotá D.C.
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7
+601 5948500
www.bancoagrario.gov.co

Investigaciones Económicas

Tesorería

Los rendimientos de los títulos de deuda pública a nivel global permanecieron en niveles elevados en julio, en medio de una continua tensión monetaria-fiscal en todo el mundo. Dicha tensión se ha intensificado particularmente en EEUU, donde además de una postura monetaria de la Fed que se espera siga siendo prudente, el Congreso aprobó recientemente una reforma fiscal-expansiva que aumentará los niveles de endeudamiento en los próximos años. Este acto legislativo también contempla un aumento de USD 5 billones en el techo de la deuda, generando por este canal presiones en las tasas del mercado de Tesoros.

Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, excluyendo a China, alcanzaron en junio máximos no vistos desde el pasado mes de febrero y siguen concentrados en bonos. La información preliminar de julio sugiere una mayor dinámica en estos flujos compradores hacia títulos de deuda de mercados emergentes, donde uno de los principales destinos ha sido LATAM.

En el plano local, los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron y el apetito por TES COP en el mercado primario se incrementó significativamente. Los fondos de pensiones siguen consolidando su posición como los mayores tenedores de TES y el apetito de los inversionistas extranjeros permaneció relativamente sólido en junio. Sin embargo, cifras preliminares de julio sugieren ventas de los extranjeros hasta por un 61% del flujo acumulado durante todo el primer semestre, producto de los recortes en la nota soberana de Colombia y la salida de los TES de índices de bonos con grado de inversión.

La razón entre deuda pública interna y PIB sigue anotando máximos históricos, pero es de esperar que esta tendencia se establezca en el corto plazo gracias a la nueva estrategia de financiamiento de la Nación, que ha ponderado otras fuentes distintas a más emisiones de bonos y está reduciendo el saldo de la deuda con operaciones de recompras de TES de más largo plazo.

En este entorno, la curva de rendimientos TES COP tuvo un desempeño positivo en julio, especialmente en los títulos de mayor duración, que incluso llegaron a operar en mínimos desde finales de 2024. Los TES de menor duración continúan favorecidos por las operaciones de optimización de la deuda retirando parte del circulante de estos títulos en el mercado, aunque también por la reciente sorpresa a la baja en el dato de IPC de junio. La curva TES UVR registró un movimiento alcista, especialmente títulos de baja duración.

Contexto internacional

Los rendimientos de los bonos soberanos a nivel mundial registraron leves incrementos en julio, en medio de una nueva ola de reajustes en las expectativas de tasas de política monetaria y riesgos fiscales que mantienen una presión importante sobre la oferta de títulos.

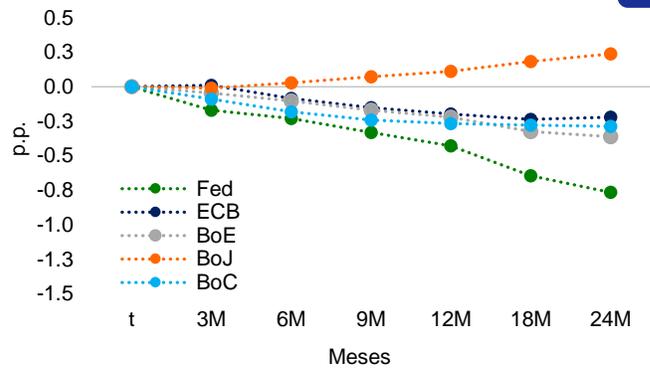
Esta tensión monetaria-fiscal se ha hecho particularmente más fuerte en EEUU. Además de unos sólidos fundamentos de la economía y una inflación que se mantiene por encima de la meta de 2% de la Fed, recientemente el Congreso aprobó una reforma fiscal (*One Big Beautiful Bill Act - OBBBA*) que introduce una serie de medidas necesariamente expansivas como recortes de impuestos, ampliación de deducciones tributarias y nuevos beneficios fiscales a contribuyentes. Según cálculos de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés), el déficit fiscal de EEUU podría elevarse por encima de niveles de 7% del PIB en el 2025-2026, aún sin tener en cuenta estas nuevas medidas fiscales.

Adicionalmente, la OBBBA aumentó el techo de la deuda de EEUU en USD 5 billones hasta un nuevo límite del orden de USD 41 billones, con el propósito de atender las nuevas necesidades de financiamiento y honrar las obligaciones ya adquiridas. Como lo estudiamos al detalle en un informe pasado, estos aumentos en el techo de la deuda de EEUU liberan una oferta de títulos represada que terminan generando aumentos en las tasas de interés del mercado de Tesoros (ver “Nubarrones sobre el techo” en [CE – Mayo 16 de 2023](#)).

Siguiendo en EEUU, las minutas de la Fed reflejaron que varios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) volvieron a hacer un llamado a la cautela, en un entorno donde la incertidumbre sobre las perspectivas económicas permanece elevada. Las expectativas de tasas Fed, implícitas en la curva OIS y los futuros de fondos federales, ahora anticipan dos recortes de 25 pbs en las tasas de interés para 2025, en contraste con los 3 recortes de 25 pbs en los tipos que se anticipaban en abril-mayo tras la turbulencia desatada por la escalada proteccionista que inició EEUU.

Trayectorias de tasas de política en avanzados*

1



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

Tasas bonos soberanos a 10 años en avanzados

2



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio Alemania, Reino Unido, Japón, Francia, Italia, España y Canadá.

En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterada su principal tasa de referencia en 2.15%, pero el mercado anticipa más recortes para lo que resta de 2025. Por su parte, el Banco Central de Inglaterra (BoE) no tomó decisión de tasas frente a nuestro último informe, pero allí también se espera al menos un recorte adicional de 25 pbs en los próximos 6 meses (Gráfico 1).

El Banco de Japón (BoJ) y el Banco de Canadá (BoC) tampoco tomaron decisión de tasas frente a nuestro último informe. Las expectativas implícitas en los mercados anticipan que el BoJ dejará estable su tasa de interés en un horizonte de 12 meses, mientras que para el BoC los mercados proyectan otro recorte de 25 pbs antes de finalizar 2025.

En LATAM, sin tener en cuenta a Colombia, el Banco Central (BC) de Perú mantuvo estable su tasa de intervención en 4.5% y el BC de Chile la redujo en 25 pbs hasta 4.75%. De acuerdo con las expectativas implícitas en los mercados de LATAM, en el balance, las tasas de los principales BC continuarían descendiendo durante los próximos 12 meses, aunque a un ritmo inferior al observado en 2024.

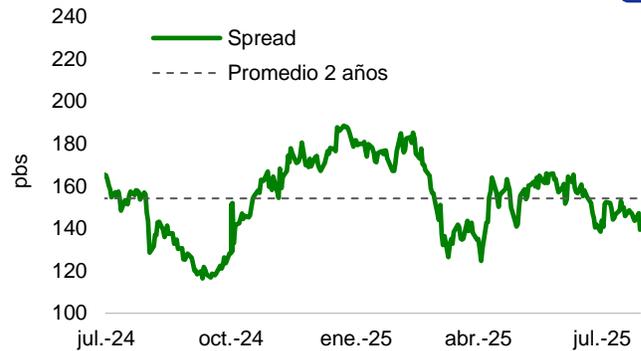
En este entorno, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU aumentaron en julio y alcanzaron a operar en niveles que bordearon el 4.5%. Las tasas de interés a 10 años de los bonos soberanos de otros mercados desarrollados también registraron movimientos alcistas en promedio, aunque en menor magnitud frente a la de los Tesoros (Gráfico 2).

El *spread* de tasas de interés de largo plazo entre los bonos del Tesoro de EEUU y sus pares de otras economías avanzadas se amplió durante el último mes, pero continúa levemente por debajo de su promedio de 2 años (Gráfico 3). El empinamiento de las curvas de bonos soberanos en los mercados avanzados se sigue frenando, en medio de alzas generalizadas en todos los tramos por distinta duración (Gráfico 4). No obstante, los niveles de este diferencial siguen siendo elevados, algo que es consistente con una persistente presión fiscal y mayores exigencias de prima a término.

Las tasas de interés de la deuda pública de largo plazo en LATAM registraron una tendencia bajista, que contrasta con el comportamiento de las tasas de los bonos de mercados desarrollados (Gráfico 5). En promedio, los

Diferencial de tasas EEUU-OAV* deuda pública

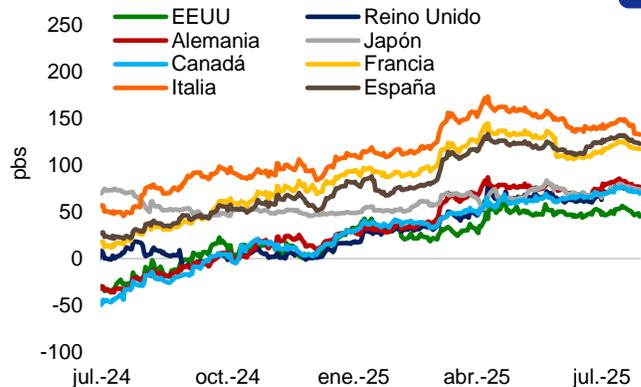
3



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Otros Avanzados (OAV): Alemania, Reino Unido, Japón, Italia, Francia, España y Canadá.

Pendiente 10Y-2Y en mercados deuda pública

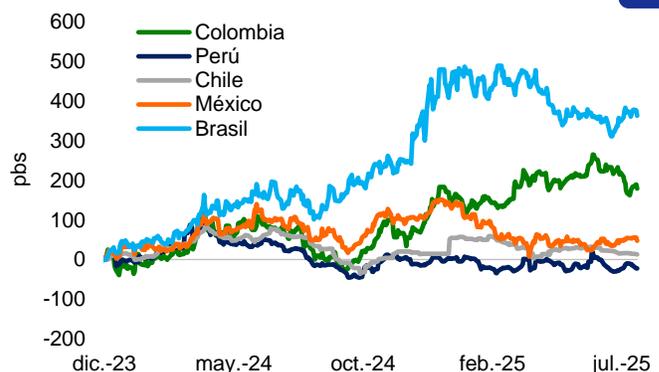
4



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Rendimientos bonos locales a 10 años en LA5*

5



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas desde diciembre de 2023.

rendimientos de los bonos soberanos a 10 años de las 5 economías más grandes de LATAM sin Argentina (LA5) disminuyeron 5 pbs. La prima de riesgo-país de los países LA5 se ubica en niveles cercanos a los observados el año pasado, con una única excepción que es Colombia (Gráfico 6).

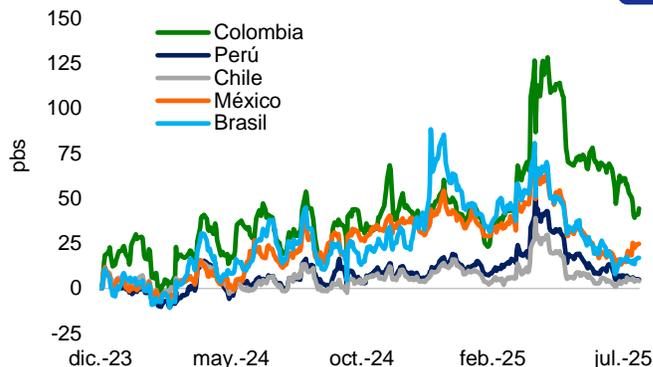
Los flujos de inversión de portafolio hacia mercados emergentes (EM), excluyendo a China, alcanzaron máximos desde febrero del presente año, favorecidos por la reciente debilidad del USD (ver “Fortaleza en la debilidad” en [IMC – Junio de 2025](#)). Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), en junio se registraron compras netas por USD 16,000 millones, superior a los USD 4,300 millones de mayo (Gráfico 7).

Por clase de activos, las compras de junio estuvieron concentradas en títulos de deuda con una entrada mensual de USD 9,100 millones, mientras que en acciones las compras ascendieron a USD 6,900 millones. La información preliminar de julio, según cifras de EPFR, continúa sugiriendo compras principalmente en bonos, los cuales habrían registrado su mayor entrada mensual desde 2021.

En línea con lo anterior, otros índices adelantados de estos flujos sugieren que estas compras de activos EM se habrían acelerado en julio. El índice de Bloomberg EMFP, que funciona como variable *proxy* de estos flujos de inversión de portafolio hacia EM, anticipa entradas netas por USD 16,400 millones.

Evolución de los CDS a 5 años en LATAM*

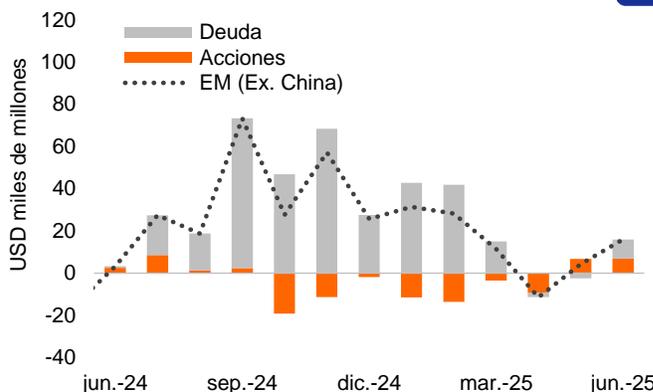
6



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en puntos básicos desde diciembre de 2023.

Flujos de inversión de portafolio hacia EM

7



Fuente: IIF. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Mercado local

En contraste con el contexto internacional en los mercados de deuda, los TES tuvieron un desempeño positivo en julio, especialmente los títulos de mayor duración que llegaron a operar a tasas mínimas del año. En su totalidad, este comportamiento se explica por las compras de TES a descuento que ya está ejecutando la Nación para constituir la reserva de liquidez y mitigar las presiones de caja, así como canjes explícitos con el mercado para reducir el saldo de endeudamiento público y generar ahorros en el servicio de la deuda.

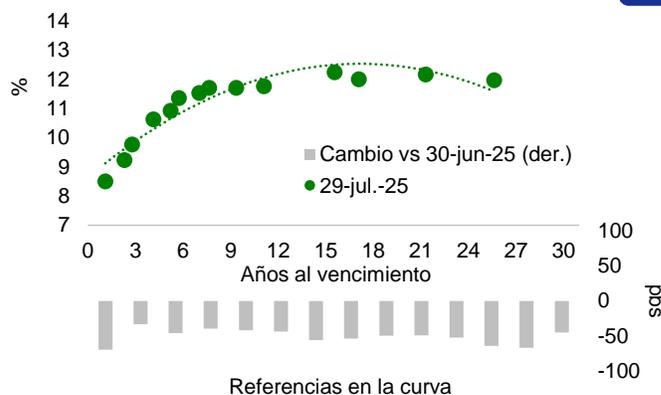
Recientemente, la Dirección General de Crédito Público (DGCP) anunció que la operación de crédito con la banca suiza, que hace parte de la nueva estrategia de financiamiento con emisión de títulos para usar como colaterales (principalmente *yankees*), podría ascender a USD 10,000 millones. Esto equivale a COP 40 billones, lo que supera los cerca de COP 20 billones inicialmente programados como operaciones repo, simultáneas y otros en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25). Estos COP 20 billones adicionales de la operación son una fuente que debe calzar con un mayor uso en la vigencia 2025, y que según lo ha dicho la DGCP, podría representar una mayor reserva de liquidez (disponibilidad final) hasta por COP 40 billones.

Si bien la mayor emisión de colaterales de esta operación no afecta directamente al mercado, eventualmente las anunciadas monetizaciones de estos recursos para constituir la reserva de liquidez sí podrían afectarlo. Si la DGCP decide realizar la monetización de estos recursos con el mercado cambiario en los próximos meses, en vez de venderle, por ejemplo, los USD a BanRep (algo ya hecho en el pasado), el primer efecto se sentiría en la tasa de cambio. Y si además esta monetización no se esteriliza coordinadamente con BanRep, situación atípica en un escenario base ya que es algo que se da siempre sincronizadamente entre la política monetaria y fiscal, las tasas de interés del mercado monetario podrían aumentar y apretar las condiciones financieras, presionando así al alza las tasas de interés de los TES.

Como parte de esta nueva estrategia de financiación, en julio se realizaron dos canjes explícitos con los Creadores de Mercados. El primero fue por COP 3.3 billones y consistió en retirar de circulación TES2026, entregando

Evolución mensual de la curva TES COP

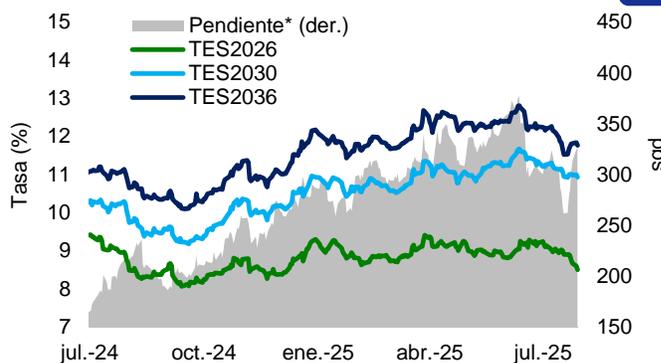
8



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Tasas TES COP y prima a término en la curva

9



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial entre los rendimientos de los TES2036 y TES2026.

TES2029, TES2033 y TES2040. La segunda operación fue por COP 3.8 billones e implicó recibir TESUVR2027 y TESUVR2029, para entregar TESUVR2031 y TESUVR2062. Adicionalmente, la DGCP realizó en julio un canje por COP 21 billones con títulos que hacían parte de su portafolio propio y en su ejecución se logró reducir el saldo de la deuda pública en COP 5.3 billones. Para reducir este saldo de la deuda, se utilizaron recursos provenientes de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) que eventualmente se pagarán una vez se efectúen las operaciones de crédito con la banca suiza anteriormente mencionados.

Los volúmenes de negociación en el mercado secundario aumentaron, en línea con un mayor monto y número de referencias en las subastas competitivas. La demanda de inversionistas en el mercado primario se incrementó y la de los inversionistas extranjeros por TES se mantuvo sólida en junio, a pesar de la turbulencia fiscal local.

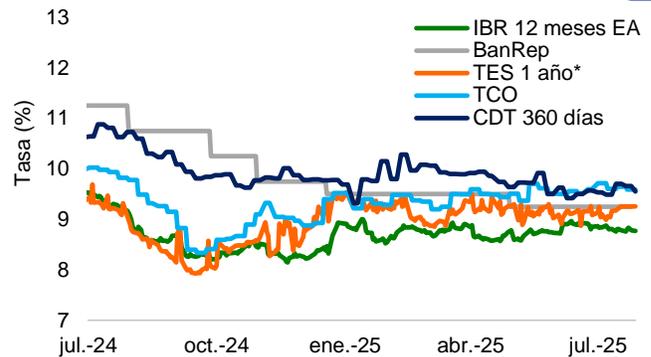
Bajo este contexto, toda la curva de rendimientos TES COP disminuyó 51 pbs frente a la fecha de corte de nuestro informe previo (Gráfico 8). La pendiente de la curva descendió desde máximos históricos hasta 326 pbs (Gráfico 9), pero continúa en niveles altos que son consistentes con una mayor prima a término y el deterioro fiscal.

En el tramo corto de la curva las valorizaciones en tasa fueron del orden de 51 pbs, en línea con el movimiento general de la curva y la tasa promedio se situó en 8.87%. La mayor demanda por estos TES estuvo afectada por las recientes operaciones de canje de la Nación con los creadores de mercado, que generaron un efecto sustitución entre TES de corto plazo (TCO) por títulos de este tramo de la curva TES COP.

En efecto, el comportamiento de los TCO en julio evidenció una menor demanda pese a que sus rendimientos aumentaron hasta un promedio de 9.64%. Las tasas de los papeles de deuda privada a 360 días se elevaron hasta niveles de 9.6% y dejaron el diferencial entre las tasas de los títulos de deuda privada a 1 año y los TCO en terreno negativo, situación que en principio debería favorecer el apetito relativo hacia TCO. Lo anterior contrastó con el movimiento de las tasas de los swaps IBR a 12 meses, las cuales se redujeron hasta 8.81% y siguen incorporando expectativas de recortes de tasas de BanRep en el futuro cercano (Gráfico 10).

Evolución de las tasas de interés de corto plazo

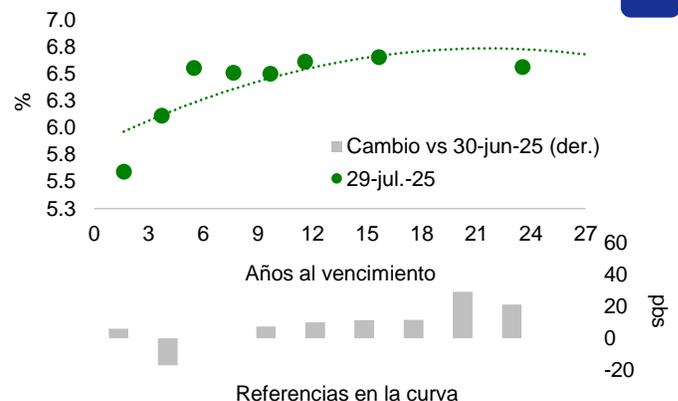
10



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Evolución mensual de la curva TES UVR

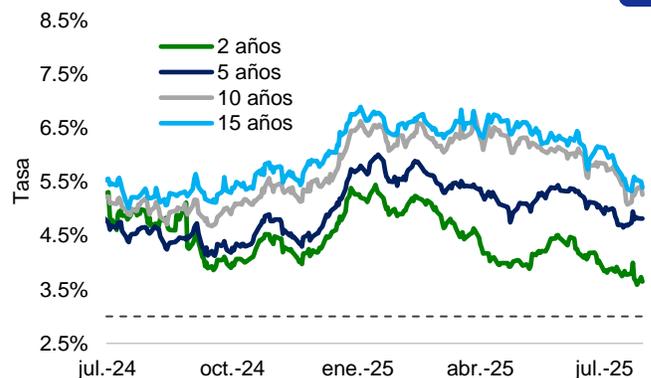
11



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Inflaciones implícitas en el mercado de TES

13



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En el nodo de mediano plazo de la curva TES COP se registraron valorizaciones promedio de 43 pbs. Los rendimientos de los TES2029, una de las referencias más líquidas de este tramo, descendieron 40 pbs hasta niveles de 10.64%. Los TES COP de mayor duración se valorizaron significativamente con reducciones en tasa de 55 pbs. Los TES2032, TES2042 y TES2046 fueron los ganadores en este tramo con disminuciones promedio en tasa de 62 pbs hasta niveles de 11.54%, 12.01% y 12.17%, respectivamente, todos favorecidos por la estrategia de la DGCP de reducir el saldo de la deuda retirando TES con vencimientos de muy largo plazo y entregando títulos del tramo de mediano plazo.

La curva de rendimientos de los TES UVR registró un movimiento alcista de 10 pbs, en promedio, afectada en parte por la sorpresa bajista del dato de IPC de junio, pero también por la mayor demanda del mercado por TES COP en el marco de las recientes operaciones de canje de la deuda (Gráfico 11).

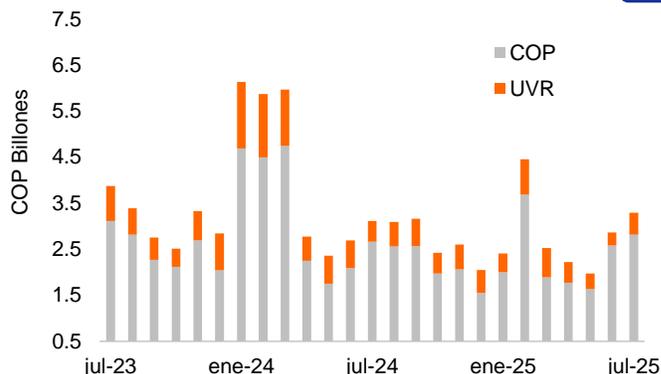
En el tramo corto y medio de la curva se registraron movimientos dispares, donde sobresale el incremento de 6 pbs de los TESUVR2027 hasta 5.59%, pero un descenso de 17 pbs en los TESUVR2029 hasta 6.11%. Ambas referencias fueron TES que recogió la DGCP en sus recientes operaciones de canje, pero es importante resaltar que las desvalorizaciones de los TESUVR2027 fueron motivadas por la sorpresa negativa del dato de IPC de junio. Por su parte, los rendimientos del tramo largo aumentaron 15 pbs, donde sobresalen las desvalorizaciones de 29 pbs de los TESUVR2049 hasta 6%.

El promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES descendió hasta niveles del orden de 4.78% y alcanzó mínimos desde finales de 2024 (Gráfico 12). El promedio que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES también disminuyó hasta niveles de 5.21%, también alcanzando mínimos desde octubre de 2024. A pesar de estas correcciones, en ambas medidas de valoración relativa en el mercado de TES, estas todavía se mantienen por encima de la meta de inflación de 3% del BanRep.

El volumen promedio-día transado en SEN fue de COP 3.3 billones en julio, superior a los volúmenes promedio registrados en junio y a los COP 3.1 billones del mismo mes del año anterior (Gráfico 13). Los TES COP que más

Volumen de negociación promedio-día en SEN

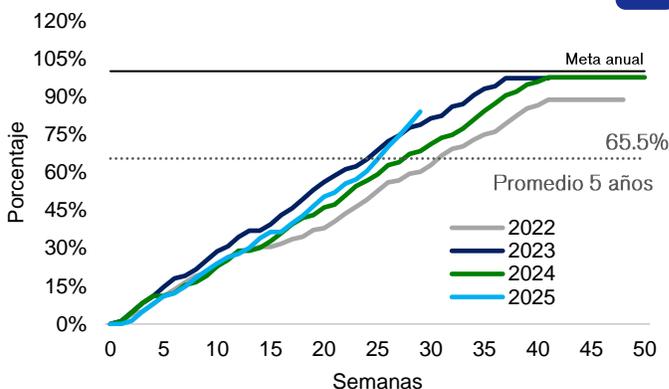
13



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.

Cumplimiento de colocaciones por subastas

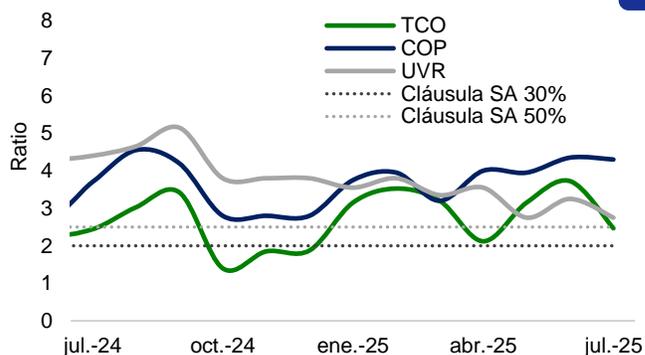
14



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bid to cover en las subastas primarias de TES

15



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio mensual de subastas semanales de corto y largo plazo.

se negociaron en el mercado secundario fueron los TES2029, TES2033, TES2046 y TES2050, todas referencias incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado. A su vez, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, fueron los TESUVR2027, TESUVR2029 y TESUVR2055.

La curva TES USD registró un movimiento mensual bajista de 30 pbs en todo su nivel, especialmente en las referencias de largo plazo. La tendencia bajista en la curva TES USD también es consistente con el reciente comportamiento de los CDS a 5 años, los cuales tocaron mínimos no vistos desde marzo pasado.

De acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en el mercado primario para 2025, el monto total colocado hasta el 28 de julio asciende a COP 39 billones, lo que representa un cumplimiento del 84% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2025 (MFMP25) por COP 59.5 billones. A la fecha, este porcentaje de cumplimiento es muy superior al 68.4% del acumulado para el mismo periodo de 2024 y al 62.6% del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 14).

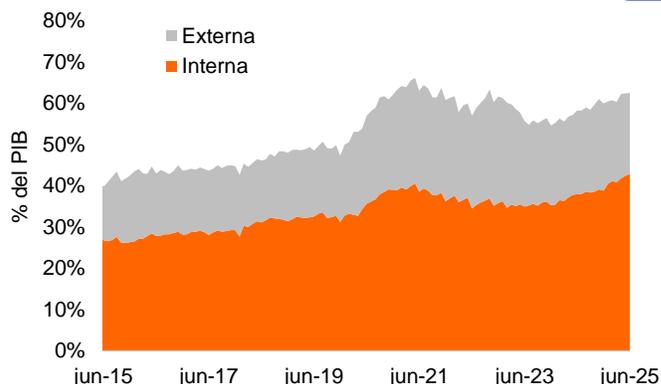
En las subastas competitivas de TES, las colocaciones en lo corrido del año alcanzan los COP 25.7 billones, repartidas en COP 16.5 billones de TES COP y COP 9.1 billones en TES UVR. Por su parte, las colocaciones no competitivas ascendieron a COP 13.4 billones.

Las subastas en el mercado primario siguen evidenciando un fuerte apetito de los inversionistas por TES COP, en contraste con una moderación en la demanda por TES UVR y TCO. En las colocaciones primarias de TES COP, las tasas de corte en julio disminuyeron hasta un promedio de 12.15% y el *bid-to-cover* del mes se elevó hasta un promedio de 4.3 veces, máximos desde agosto de 2024. En las subastas de TES UVR, las tasas de corte promedio ascendieron hasta máximos históricos de 6.4% y el *bid-to-cover* se redujo a 2.8 veces.

En las subastas de TCO, el monto colocado en el acumulado de 2025 asciende a COP 14.4 billones, lo que representa un 89.2% del cupo total definido para este año. En línea con lo que mencionamos previamente, las tasas de corte de los TCO en las subastas de julio registraron un promedio de 9.65%, al tiempo que el *bid-*

Saldo de la deuda bruta total del GNC

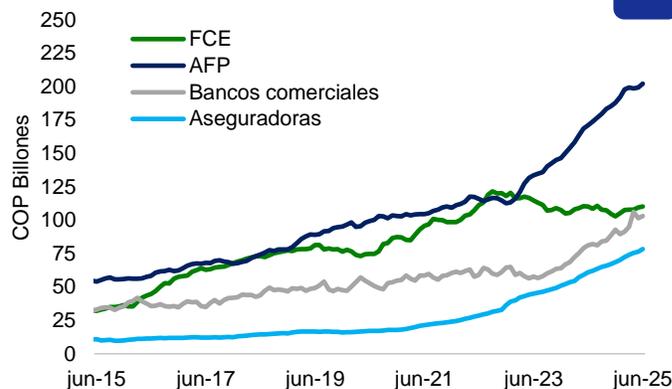
16



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Evolución principales tenedores de TES

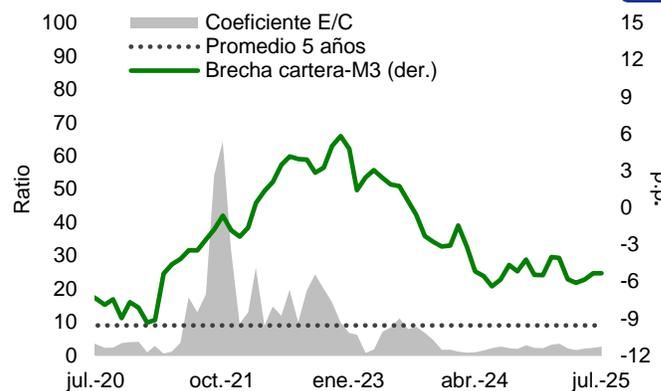
17



Fuente: MHCP y BanRep. Investigaciones Económicas - BAC.

Relación recursos de expansión y contracción

18



Fuente: BanRep. Investigaciones Económicas - BAC

to-cover se redujo fuertemente hasta un promedio de 2.5 veces (Gráfico 15).

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de junio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 1,092 billones. Según nuestros cálculos, como porcentaje del PIB nominal el saldo de la deuda pública total se sitúa en 62.5%, superior al 58.3% del mismo mes de 2024 y su tendencia sigue siendo creciente (Gráfico 16). El saldo de la deuda interna fue de 42.8% del PIB, cerca de 5 p.p. superior al 38% del mismo mes del año anterior. Por su parte, el saldo de la deuda externa se ubicó en 19.6%, inferior al 20.3% de junio de 2024 y favorecido por la debilidad internacional del USD que ha apreciado recientemente la tasa de cambio (ver “Fortaleza en la debilidad” en [IMC – Junio de 2025](#)).

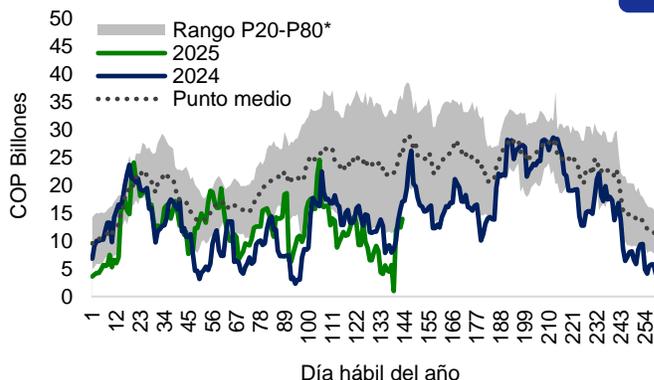
De acuerdo con las cifras de tenedores, publicadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), pese al aumento del endeudamiento público, la demanda por TES de los inversionistas continúa siendo elevada. Las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) mantuvieron su posición como los mayores tenedores de TES, con una participación de 31.4% del saldo total de la deuda pública. En este sentido, las compras de las AFP en el último mes fueron por COP 1.5 billones (Gráfico 17). Los bancos comerciales compraron COP 1.8 billones y su participación sobre el saldo total aumentó hasta un 16%. Las compañías de seguros y capitalización fueron compradoras netas por COP 1.9 billones, con lo cual su participación sobre el saldo total permaneció en máximos históricos de 12.2%.

En cuanto a los hacedores de política, el MHCP realizó compras en junio por COP 3.9 billones. Esto se explica por las compras de TES en el marco de la constitución de la reserva de liquidez anunciada en el MFMP25 para atender las tensiones de caja del Gobierno (ver “¿Valió la pena?” en [IMDP – Junio de 2025](#)). Por su parte, BanRep no realizó ni compras ni ventas definitivas de TES en junio.

En línea con el comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, la demanda por TES de los Fondos de Capital Extranjeros (FCE) continuó sólida y fueron compradores netos por sexto mes consecutivo, aumentando sus posiciones en junio por COP 700 mil millones. De esta forma, en lo corrido de 2025 los FCE

Saldo de los depósitos de la DTN en BanRep

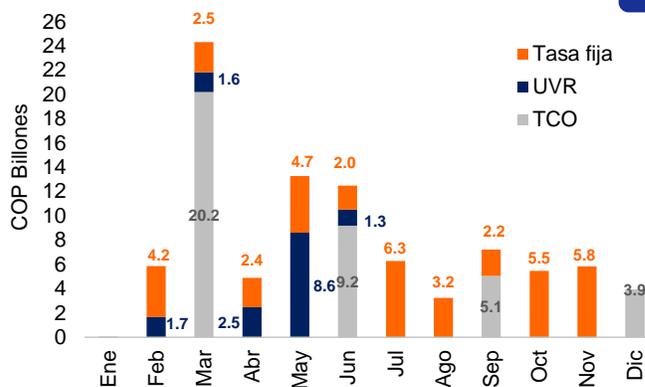
19



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Excluye el percentil 20 alto y bajo de la distribución en los últimos 10 años.

Pago de cupones y vencimientos en 2025

20



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

acumulan compras netas por COP 7.4 billones en el mercado de TES, en contraste con las ventas de COP 4.7 billones registrados en 2024. Los FCE se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES, después de las AFP, con una participación de 17.2% del saldo total de la deuda pública interna.

Sin embargo, según estimaciones de agentes del mercado, los FCE estarían siendo vendedores netos por COP 4.5 billones en julio, una significativa reversión del 61% del flujo de entrada en todo el primer semestre del año. Esto se explica por los recientes recortes en la nota soberana por parte de Moody's y S&P tras la publicación del MFMP25, la pérdida del grado de inversión de los TES y la consecuente salida de Colombia dentro del índice Global Aggregate de Bloomberg (ver “¿Valió la pena?” en [IMDP – Junio de 2025](#)). Consistente con lo anterior, las cifras preliminares de inversión de portafolio en balanza cambiaria dan cuenta de salidas por USD 721 millones durante las primeras semanas de julio (COP 2.9 billones).

En este entorno, la demanda de recursos de expansión en BanRep se situó en julio en un promedio-día de COP 14.8 billones, por debajo de la demanda del mismo mes del año pasado (COP 19.7 billones). El cupo de repos de expansión a un día se situó en COP 13.8 billones, con una utilización que bordeó el 66%. Los repos de expansión a 7 días se mantuvieron abiertos y el sistema utilizó el 8.1% del cupo total. Por su parte, el saldo promedio-día de los depósitos remunerados se redujo levemente frente a junio y se situó en COP 6.4 billones.

Producto de lo anterior, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) se mantuvo en julio en 2.3 veces y permanece por debajo del promedio de los últimos 5 años. Esta situación sigue reflejando relativa holgura en las condiciones de liquidez del mercado monetario que libera presiones sobre el mercado de TES. Asimismo, la brecha entre el crecimiento de la cartera y los depósitos se mantiene negativa y tampoco sugiere presiones de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 18).

Bajo este contexto, el saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep en la semana del 18 de julio de 2025 se sitúa en COP 14 billones, lo que representa la posición de caja más baja del GNC desde 2014 para esta misma época del año (Gráfico 19). Según lo ha dicho la DGCP, esta situación se mantendría en los próximos meses hasta

4T25, donde se espera que se aceleren las monetizaciones de los recursos en moneda extranjera destinados a la constitución de la reserva de liquidez.

Para el mes de agosto se estima una entrada de recursos al sistema por COP 3.2 billones que mantendría balanceadas las condiciones de liquidez del mercado monetario y de TES, derivadas del pago del cupón de los TES2026 y de los TES2029 (Gráfico 20).

Aspectos técnicos

La posición riesgo-rentabilidad de Colombia sobre una canasta representativa de bonos de mercados EM mejoró en el balance durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años aumentó desde niveles de 6.17% hasta 6.53% y permanece por encima a la tasa promedio de 3.66% de toda la muestra. Lo anterior sigue incorporando una prima de riesgo que es superior en 127 pbs a la media muestral, pero dicho diferencial también ha venido moderándose.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, las cifras disponibles sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento real superior.

Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2026 y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra se encuentra dentro de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES descendieron levemente hasta 7.08%, aunque se mantienen por encima de la media muestral de 3.82%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de 2.1 p.p., por encima del nivel promedio de muestra de 0.9 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP se encuentra muy cerca de sus valores justos. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere algunos niveles de entrada en los TES2031 y TES202050, con un espacio de valorización de hasta 52 pbs.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR también se encuentra muy cerca de sus valores justos. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos spreads en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2033 y TESUVR2037, con un espacio de valorización de 16 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también indican que la curva de rendimientos se encuentra muy cerca de sus valores

Niveles justos de los TES de largo plazo

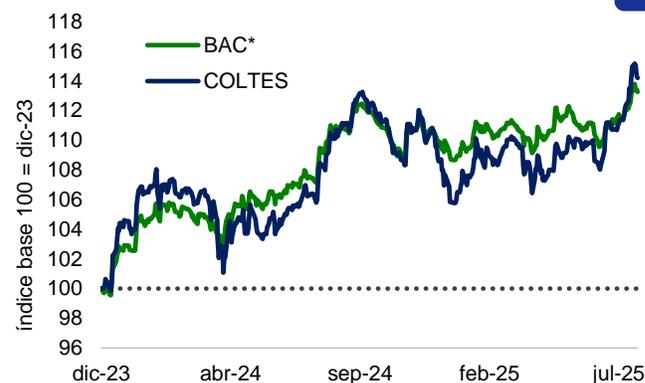
21



Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.
*Ajustes mínimos y máximos de modelos de regresiones múltiples.

Desempeño del índice de renta fija - BAC

22



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.
*Se balancea al cierre del día 20 de cada mes.

justos. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y TESUSD2028 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 84 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de equilibrio de los TES a 10 años se estiman cerca de 11.7% (Gráfico 21). Teniendo en cuenta que actualmente los TES2036 se cotizan alrededor del 11.8%, lo anterior sugiere un margen de valorización alrededor de 10 pbs en el corto plazo. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario en el corto plazo es media – alta.

El índice de deuda pública BAC, que mide el desempeño de los TES COP para un portafolio teórico-optimizado que depende del monto de negociación del mercado secundario, registró una variación mensual de 2.5% en junio. Este retorno fue inferior al 3.4% que registró el índice de deuda pública COLTES. La volatilidad anualizada del índice BAC aumentó desde 3.3% en junio hasta 5.4% en julio (Gráfico 22).

La mayor participación optimizada de los títulos está concentrada en papeles del tramo corto y largo de la curva. Allí se destacan los TES2026 (35%), los TES2046 (22%) y los TES2050 (19%).

Expectativas de corto plazo

Algunos avances en materia comercial entre EEUU y sus principales socios comerciales han reajustado las expectativas del mercado en torno a los futuros movimientos de tasas de interés de la Fed. Los inversionistas están descontando prudencia en la política monetaria de EEUU, con recortes graduales en lo que resta de 2025 y 2026, al tiempo que los fundamentos de la economía se mantienen sólidos y la inflación sigue viajando por encima de la meta de 2% de la Fed.

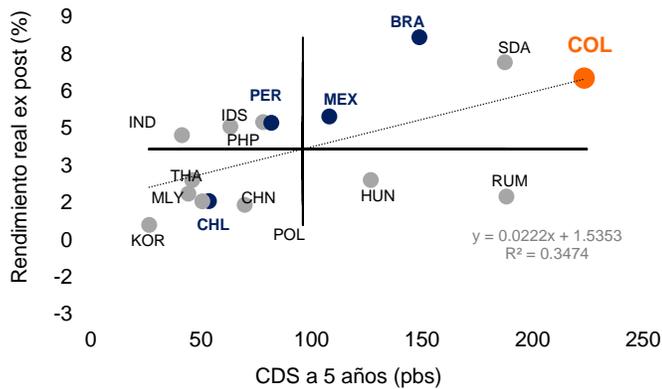
Esta presión alcista estructural sobre las tasas de interés de los Tesoros, así como las que se derivan desde el frente fiscal por una mayor oferta de títulos, hacen prever que los rendimientos de mayor duración en la curva de Tesoros seguirán presionados al alza en el corto plazo. En este sentido, **seguimos estimamos niveles justos de 4.5% en la tasa de interés del Tesoro a 10 años**, lo que implica presiones para toda la renta fija internacional y las tasas de mercado de largo plazo.

En el frente local, tras el *rally* de julio y el sentimiento positivo que generó la actual estrategia de financiamiento de la DGCP, creemos que el margen de ganancia de los TES luce muy estrecho en los próximos meses. Es altamente probable que la demanda de los inversionistas extranjeros permanezca muy débil, lo que requeriría más compras masivas de TES por parte del MHCP para no generar traumatismos en el mercado. Esto sin contar que, por efecto contagio, la demanda de institucionales locales también se vería afectada.

Bajo este contexto, **anticipamos para agosto niveles de objetivo de 9.2% para los TES2026 y de 12.5% para los TES2036**. Dada la fuerte desvalorización que tuvieron los TES UVR en julio, al tiempo que la inflación podría dar alguna sorpresa alcista en los próximos meses, técnicamente el margen en estos títulos luce atractivo.

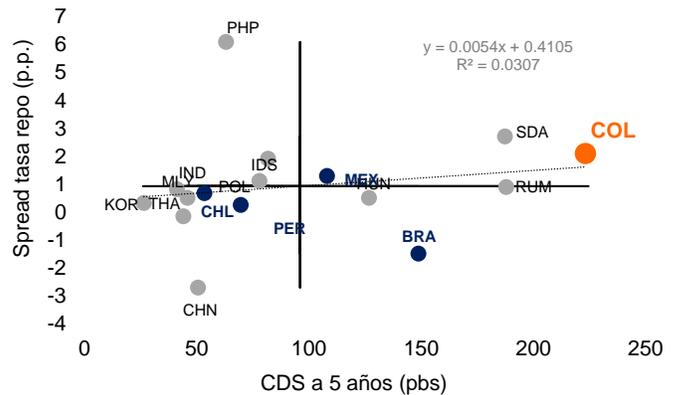
Para lo que resta de año, **seguimos esperando un aplanamiento gradual de la curva TES COP con cierres de 8.5% y 12% para los TES2026 y TES2036**, respectivamente. Este patrón se prolongaría en todo 2026.

Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años



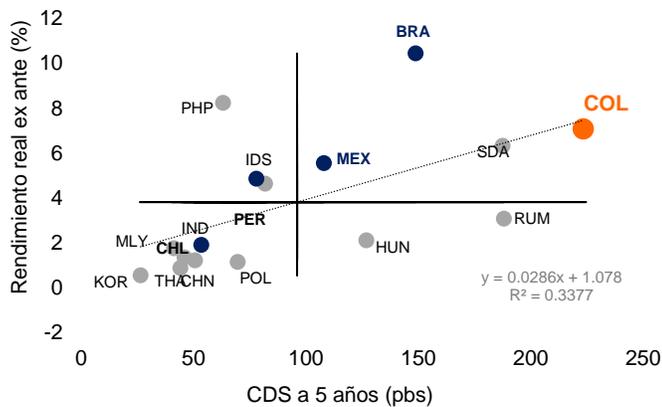
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años



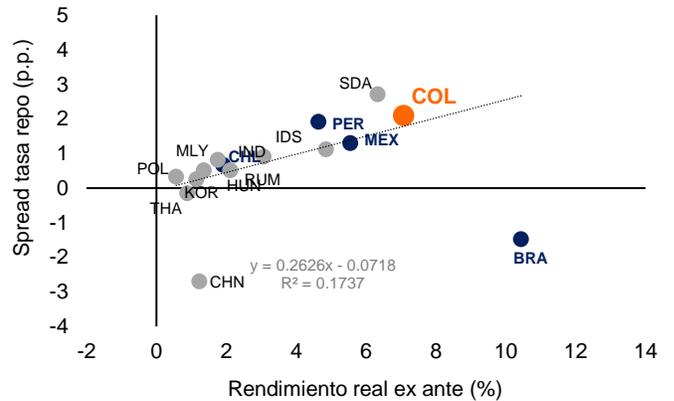
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años



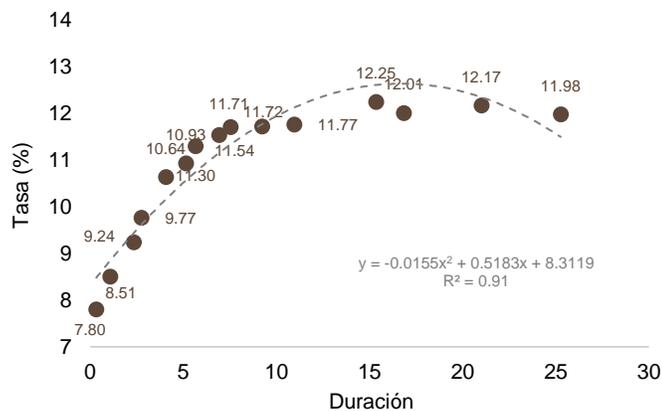
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años



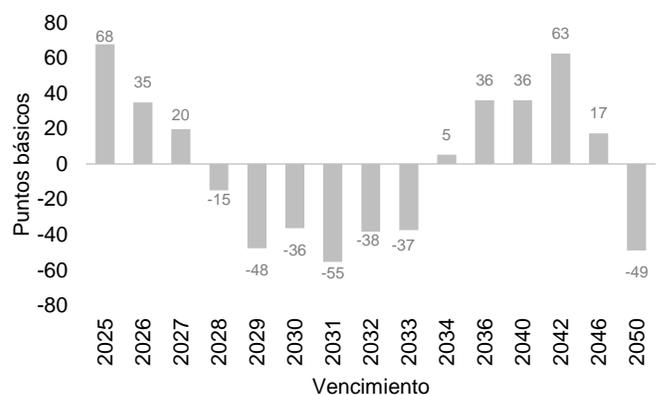
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES COP



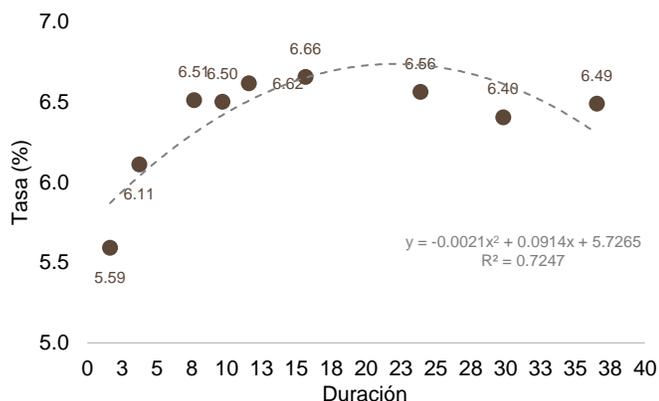
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES COP



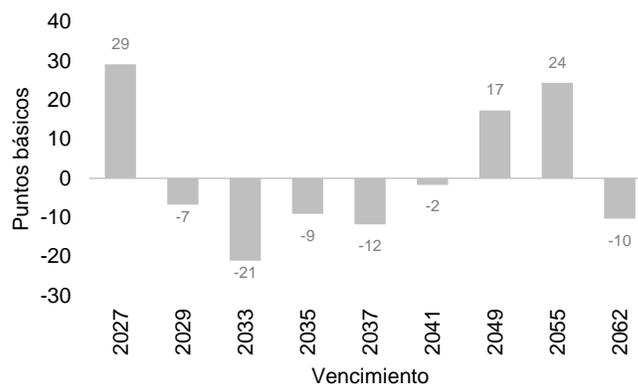
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES UVR



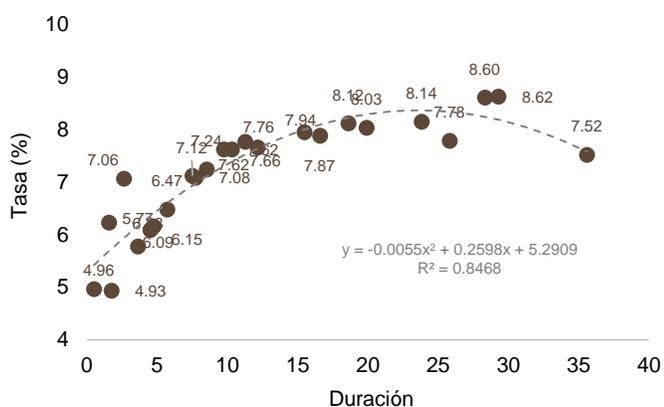
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva TES UVR



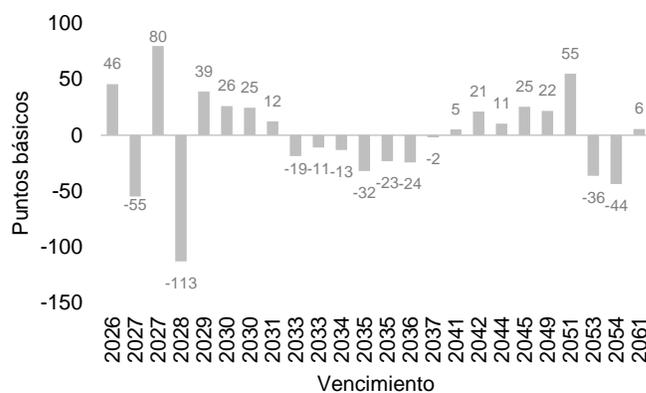
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en curva TES Globales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES en pesos

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TFIT08261125	nov-25	6.25	0.3	7.80	-82	-90	-50	
TFIT15260826	ago-26	7.50	0.9	8.51	-70	-80	-46	
TFIT08031127	nov-27	5.75	2.0	9.24	-33	-81	-41	
TFIT16280428	abr-28	6.00	2.3	9.77	-46	-70	-8	
TFIT05220829	ago-29	11.00	2.9	10.64	-40			
TFIT16180930	sep-30	7.75	3.7	10.93	-42	0	63	
TFVT10260331	mar-31	7.00	4.2	11.47	-45	32	123	
TFIT10260331	mar-31	7.00	4.2	11.30	-50	2	82	
TFIT16300632	jun-32	7.00	4.9	11.54	-56	-3	92	
TFIT11090233	feb-33	13.25	4.5	11.71	-54	-4	92	
TFIT16181034	oct-34	7.25	5.6	11.72	-49	-18	77	
TFIT16090736	jul-36	6.25	6.7	11.77	-49	-40	63	
TFIT16281140	nov-40	12.75	6.2	12.25	-52			
TFIT21280542	may-42	9.25	7.3	12.01	-64	-54	29	
TFIT23250746	jul-46	11.50	7.5	12.17	-67	-60	51	
TFIT31261050	oct-50	7.25	7.7	11.98	-45	-67	27	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11170327	mar-27	3.30	1.5	5.59	6	81	40	
TUVT10180429	abr-29	2.25	3.4	6.11	-17	105	68	
TUVT07220131	ene-31	6.50	4.4	6.56				
TUVT20250333	mar-33	3.00	6.4	6.51	8	121	91	
TUVT20040435	abr-35	4.75	7.3	6.50	10	109	74	
TUVT18250237	feb-37	3.75	8.5	6.62	12	116	79	
TUVT32160641	mar-41	5.00	9.9	6.66	12			
TUVT32160649	jun-49	3.75	13.3	6.56	29	151	94	
TUVT32160655	may-55	5.25	13.5	6.40	21			
TUVT38010262	feb-62	6.50	13.4	6.49				

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLB26	ene-26	4.50	0.5	4.94	9	-59	-79	
COLGLB27	feb-27	8.38	1.4	6.18	-10	-15	48	
COLGLBA27	abr-27	3.88	1.6	4.93	-4	-96	-89	
COLGLB28	mar-28	11.85	2.2	7.01	88	57	96	
COLGLB29	mar-29	4.50	3.2	5.75	-31	-75	-60	
COLGLA30	ene-30	3.00	4.0	6.06	-42	-85	-58	
COLGLB30	abr-30	7.38	3.9	6.10	-45			
COLGLB31	abr-31	3.13	4.9	6.44	-56	-78	-37	
COLGLB32	abr-32	3.25	5.6	6.70	-49	-70	-20	
COLGLB33	ene-33	10.38	5.1	7.09	-22	4	9	
COLGLBA33	abr-33	8.00	5.6	7.04	-40	-56	-16	
COLGLB35	abr-35	8.50	6.5	7.58	-39			
COLGLA35	nov-35	8.00	6.6	7.58	-37	-31	16	
COLGLB36	oct-36	7.75	6.9	7.72	-37	-31		
COLGLB37	sep-37	7.38	7.3	7.62	-36	-30	10	
COLGLB41	ene-41	6.13	8.9	7.91	-38	-30	19	
COLGLB42	feb-42	4.13	10.1	7.83	-38	-29	26	
COLGLB44	feb-44	5.63	9.9	8.09	-38	-23	24	
COLGLB45	jun-45	5.00	10.7	8.01	-40	-31	23	
COLGLB49	may-49	5.20	11.2	8.10	-37	-24	31	
COLGLB51	may-51	4.13	12.3	7.74	-43	-28	22	
COLGLB53	nov-53	8.75	9.9	8.56	-31	-8	40	
COLGLB54	oct-54	8.38	10.0	8.57	-30	-7		
COLGLB61	feb-61	3.88	13.4	7.46	-42	-43	14	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
